

学校编码: 10384

分类号____密级

学 号: 200315007

UDC__

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

控股股东与公司两类代理成本研究

Controlling Shareholders and Firm's Two Types of
Agency costs

刘 建 伟

指导教师姓名: 沈 艺 峰 教 授

专 业 名 称: 企业管理(理财学)

论文提交日期: 2006 年 5 月

论文答辩日期: 2006 年 6 月

学位授予日期: 2006 年 月

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2006 年 5 月

厦门大学学位论文原创性声明

兹呈交的学位论文，是本人在导师指导下独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考的其他个人或集体的研究成果，均在文中以明确方式标明。本人依法享有和承担由此论文产生的权利和责任。

声明人（签名）：

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人完全了解厦门大学有关保留、使用学位论文的规定。厦门大学有权保留并向国家主管部门或其指定机构送交论文的纸质版和电子版，有权将学位论文用于非赢利目的的少量复制并允许论文进入学校图书馆被查阅，有权将学位论文的内容编入有关数据库进行检索，有权将学位论文的标题和摘要汇编出版。保密的学位论文在解密后适用本规定。

本学位论文属于

1、保密（ ），在 年解密后适用本授权书。

2、不保密（ ）

（请在以上相应括号内打“√”）

作者签名：

日期： 年 月 日

导师签名：

日期： 年 月 日

厦门大学博硕士论文摘要库

摘 要

现有的文献都显示英美国家以外,全世界范围内许多国家公司的股权结构是高度集中的,大股东的存在现象具有普遍性(沈艺峰,2005),远不是 Berle 和 Means (1932) 所描述的现代公司里所有权与控制权高度分离的状况。因而公司治理文献研究的焦点也从主要集中于股权高度分散而导致的管理者与股东之间的代理问题(Jensen 和 Meckling, 1976; Fama 和 Jensen, 1983)转向大股东(控股股东)由于追求控制权私利从而侵害外部分散小股东的代理问题。那么,在中国这个投资者法律保护体制较比较弱的国家里,控股股东究竟起到什么作用呢?本文以 2001-2004 年在深沪交易所上市的 2439 个非金融行业公司的公司-年份观测值为样本,以管理费用率(SG&A)与企业价值 Tobin's Q 分别表征管理者-股东的代理成本与控股股东-小股东的代理成本,实证检验了控股股东的存在、身份性质、持股比例、控股股东担任高管等因素对公司这两类代理成本的影响。研究结果发现中国上市公司控股股东的存在并没有起到有效监督和激励管理者、从而降低第一类代理成本的作用,相反,通过占据高层管理人员职位与其合谋,公司控股股东的存在进一步增大了第一类代理成本,严重损害了公司的价值,本文将有关控股股东存在的公司相对于无控股股东存在的公司的市场价值折扣率定义为控股股东的代理成本。平均而言,这种代理成本达 9%-12%。而且控股股东采用控制小股东结构(Controlling Minority Shareholders Structure)的代理成本最大,绝对控股结构(Super-majority Structure)的代理成本最小。另外在区分最终控制人类型后,政府控股比家族和其它类型控股的公司的代理成本更大。

全文共分六章。第一章为导论,为全文的概括性介绍,包括研究的背景与问题的提出、研究思路和框架。第二章为相关文献回顾,共三部分。第一部分回顾了第一代公司治理文献描述的经典的“管理者-股东”的代理问题到第二代公司治理重点探讨的控股股东与小股东的代理问题的演进转变;第二部分对介于这两类代理问题核心的大股东治理的利弊作了分析;第三部分简要评述了国内的相关研究发现。第三章为中国的制度背景介绍并提出本文的研究假设。第四章介绍了本文的研究设计,主要包括数据样本的选择、变量说明。第五章为本文的描述性统计结果和单变量分组和多变量回归实证结果。第六章为结论、启示及本文的局限性和后续研究讨论。

关键词: 代理成本; 控股股东; 股权结构

厦门大学博硕士论文摘要库

Abstract

More extant literature shows that outside U.S. and UK, the ownership structure of other countries in the world is much more concentrated, and the presence of large shareholders is prevalent (Shen, 2005). And it contradicts with the description of separation of ownership and control in modern corporations as described by Berle and Means (1932). Thus the focus of corporate governance has shifted from the classical owner-manager agency problem that stems from the diffuse ownership (Jensen and Meckling, 1976; Fama and Jensen, 1983) to the agency problem that larger shareholders' (sometimes referring to controlling shareholders) expropriation of minority shareholders owing to larger shareholders' incentive to pursue private benefits of control at the cost of minority shareholders. So what role do the large shareholders play in China which is often condemned to be in such a weak legal shareholder protection institution? This paper covers a sample of 2439 firm-year observation of non-financial listed companies from 2001 to 2004 in Shenzhen and Shanghai Stock Exchange. We use selling, general and administration ratio (SG&A) and Tobin's Q to proxy for the classical agency costs between owners and managers and the recent much-talked agency costs between controlling shareholders and minority shareholders, and empirically investigate the effect of the presence of controlling shareholders and its ultimate ownership identity, together with its involvement in the management on the two agency costs. The empirical results reveal that the prevalence of controlling shareholders does not effectively monitor and promote the managers thus leading to mitigate "agency costs I", on the contrary its involvement in managers and collusion with them actually accentuates the agency conflict thus deteriorates "agency costs II". In addition, the evidence supports the conclusion that the presence of controlling shareholders is more detrimental to the shareholder value. We define the percentage of value discount of firms with controlling shareholder by comparison with firms without controlling shareholder as agency costs of controlling shareholder. The agency costs of controlling shareholder averages 9%-12%. And the agency cost of the controlling mechanism with controlling minority shareholder structure (CMSs) is the most severe comparing to super-majority

shareholder structure(SMSs).After differentiating the ultimate controlling types, evidence shows that the agency costs in State-controlled firms is much larger than that in family and other kinds of controlling types.

The remainder of this paper is organized as followings:

Chapter 1 briefly introduces the theoretical backgrounds and issues, contents and framework of this paper.

Chapter 2 reviews the related literature and includes three sections. Section 1 concentrates on the origin and evolution of agency problem, with particular focus on the shift from the classical agency problem depicted by the first generation corporate governance literature to the more recently discussed agency problem between concentrated larger shareholders and minority shareholders in the second generation corporate governance literature. Section 2 analyzes in detail the costs and benefits of large shareholders as it is a fundamental problem in corporate governance. Section 3 reviews the related research and empirical findings in China.

Chapter 3 introduces the institutional backgrounds in china and the hypothesis of this paper.

Chapter 4 describes our data and definitions of variables used in the paper.

Chapter 5 presents our main empirical results. It contains the descriptive statistics results, univariate and multivariate analysis.

Chapter 6 provides our summary and conclusion of this thesis and points out the limitation and future direction of this study.

Key words: Agency Costs; Controlling Shareholders; Ownership Structure

目 录

第一章 引 言	1
一、研究动机与目的	1
二、研究思路与框架	4
第二章 文献综述	6
一、代理问题的演进	6
二、大股东作用机制文献回顾	13
三、国内大股东作用相关研究评述	23
第三章 制度背景与研究假设	27
一、中国的制度背景	27
二、研究假设	29
第四章 研究设计	33
一、样本选择与数据来源	33
二、变量定义	33
三、研究模型	38
第五章 实证检验结果与讨论	39
一、描述性统计结果	39
二、单变量分组分析	40
三、多变量回归统计分析	45
四、稳健性检验	52
第六章 结论与讨论	54
一、结论	54
二、本文不足与后续研究方向	55
参考文献.....	57
后 记.....	63

厦门大学博硕士论文摘要库

Table of Contents

Chapter 1 Introduction.....	1
1. Theoretical Background and Research Motives.....	1
2. Research Method and Framework	4
Chapter 2 Literature Review	6
1. The Origin and Evolution of Agency Problem Literature	6
2. The Cost and Benefit of Larger Shareholders	13
3. Related Researches in China	23
Chapter 3 Institutional Background and Hypotheses	27
1. Institutional Background in China	27
2. Research Hypothesis.....	29
Chapter 4 Research Design	33
1. Sample and Data Sources.....	33
2. Variables	33
3. Research Model.....	38
Chapter 5 Empirical Results and Discussion	39
1. Descriptive Statistics.....	39
2. Univariate Statistics.....	40
3. Regression Analysis	45
4. Robustness Test	52
Chapter 6 Conclusions.....	54
1. Conclusions and Implication	54
2. Limitations and Direcitons of Further Study	55
References	57
Postscript	63

厦门大学博硕士论文摘要库

第一章 引言

一、研究动机与目的

1932年，法学家Adolf C. Berle与经济学家Gardiner Means在其里程碑式著作《现代公司与私有产权》（The modern corporation and private property）中提出了伯利—米恩斯命题，即在美国大公众公司中，所有权的分散与所有权与控制权存在分离的现象。从伯利-米恩斯命题出发，Ross（1973）称这种源于所有权与管理层控制权的冲突为委托代理问题，Jensen和Meckling（1976）则用代理成本来表征所有用于使所有者（委托人）和管理者（代理者）利益趋于一致所设计的活动或机制而引致的成本。究其原因，在这一委托代理关系框架中，作为委托人的股东总是希望作为代理人的管理者能够从股东利益最大化出发来有效地管理公司。但是由于管理者的利益与公司股东利益的不尽一致，管理者本身又具有道德风险（Holmstrom, 1979），以及股东与管理者之间的信息不对称（Myers和Majluf, 1984），加上契约的不完备性（Hart, 1995），因此产生代理成本问题（沈艺峰, 2005）。然而在伯利-米恩斯范式下的委托代理冲突为股权分散下所有者与管理者之间的代理问题，表现为“强管理者，弱所有者”式的管理者控制主义（managerialism），属于Denis和McConnell（2003）所指出的“第一代公司治理”文献中描述的经典代理问题。世易时移，从20世纪80年代末期开始，已出现的研究认识到，许多美国大公众公司的管理层持股比例较20世纪30年代大萧条时期有了很大的提高，机构投资者也开始登上历史舞台并发挥“股东积极主义”（Shareholder activism）的作用，许多美国公司里事实上存在着相当比例股份的内部人或股东（Denis和McConnell, 2003）。因而大股东的作用开始引起学术界的关注，早期的文献集中在Demsetz和Lehn（1985）、Shleifer和Vishny（1986）和Holderness和Sheehan（1988）上。上述文献多认为大股东不仅有能力而且有动力来监督公司管理者采取有利于股东价值最大化的行动，消除股权过分分散而带来的“搭便车”问题，从而在一定程度上解决公司的代理问题，有益于公司价值的提高（Grossman和Hart, 1980）。然而上述早期的关于大股东问题的研究文献，

重点均在于分析大股东与管理者之间的委托代理关系,探讨这一关系所引起的代理冲突以及大股东在监督管理者中所发挥的积极作用。换言之,这批文献只看到大股东监督管理者所产生的激励效应,基本上忽略了因为股权的逐步集中,大股东与管理者的利益日趋雷同,大股东剥削小股东所产生的消极影响却日益突出的事实。而且这些文献大都关注的是在投资者法律保护比较好的英美发达国家。20世纪90年代后以世界银行专家La Porta、Claessens、Lang及Berglöf为代表的一批学者分别开始将目光投向东亚、西欧、中东欧等不同经济实体国家。他们在比较国际范围内上市公司的股权结构后发现,英美普通法系以外的国家里事实上股权高度集中于家族或政府等实体手里,远不是伯利-米恩斯当初描述的所有权的分散以及所有权与控制权分离的景象^①。La Porta et al.(1999)还显示公司所有权类型因各国法律对投资者保护程度不同而异。所有的这些研究都强调控股股东与其它中小投资者及利益相关者之间可能存在利益冲突^②,从而可能存在严重的代理成本。控股股东和管理者等内部人对少数股东和债权人等外部人的剥削可采取如攫取利润、非公允的转移定价、关联交易、以及资产出售等经营方式;此外还有转移公司的投资机会,在管理岗位安插不称职的自己人或赚取超额薪酬等等。Johnson et al.(2000)则形象地称之为“隧道挖掘”(Tunneling)^③。因此,对公司而言,控股股东的存在像一把双刃剑,对公司绩效和价值的影响既有正面作用,也有负面作用,因而公司治理的一个核心问题即要权衡大股东治理的利与弊。特别是在中小股东缺乏法律保护的新兴市场里,控股股东滥用股权追求控制权私利所产生的代理问题尤为严重。正如Berglöf和Pajust(2003)所言:“对于中东欧国家的公司来说,控股股东与中小股东的冲突才是公司治理中的主要矛盾(当然,监督管理者的任务还是要由控股股东来完成)。在这种情况下,公司治理面临的关键权衡就变成了既要为控股股东提供足够的激励来监督管理者,同时又要保护中小投资者。当最严重的欺诈行为得到遏制之后,过分强调保护少数股东的利益

^① Franks和Mayer(2001), La Porta et al.(1998, 1999), Barca和Becht(2001)以及Faccio和Lang(2002)的国家间的比较结果也显示,英美国家以外的公司主要由几个大股东所控制,他们通常是公司的创始股东或其后代,而且这些控股股东往往在公司中也派出自己的管理层代表(Managerial Representation)参与战略经营决策。Berglöf和Pajuste(2003)在比较研究了东欧国家公司后指出,中东欧国家公司治理问题的根源是日益集中的控制权结构,主要是控股所有者积极卷入了公司的管理经营之中。

^② Pagano和Roel(1998)及Gomes(2000)对各方面的利益冲突给了详尽的理论研究。

^③ 控制权私利还可以表现为财务结构方面,如控股股东通过代理表决权争夺(proxy contest)、大宗交易(block trading)的巨额溢价,另外如再融资过程(seasoned equity offering)中造成的股权稀释。Johnson等人承认他们最初采用“隧道挖掘”只是为了概括捷克共和国里的大股东对小股东的剥削现象。

会加强公司管理者的信息优势”^①。

以上两类代理问题，学者们对其表述不尽相同。Villalonga和Amit（2006）将Berle和Means（1932）以及Jensen和Meckling（1976）所描述的经典的所有者—管理者之间的冲突简称为“代理问题 I”，而将大股东利用其在公司的控制地位攫取私利而让小股东利益受损的冲突简称为“代理问题 II”。这两种代理问题究竟哪个更突出，对股东价值损害更大呢？这就取决于控制股东的身份性质了（Owner Identity），他们更进一步指出：“如果大股东是个机构，如银行、投资基金、或一个广泛分散的公众公司，则控制权的私利将在几个独立的所有者间分配，从而大股东剥夺小股东的动机就较小，但对管理层的监督动机也比较小，因此‘代理问题 I’就会比较突出；反之，若大股东为一个自然人或家族，对小股东的剥夺和对管理层的监督动机都很强，因而可能导致‘代理问题 II’掩盖过‘代理问题 I’而表现的更突出”^②。

Aoki（1995）指出，发展中国家与许多转型经济实体的一个显著特征是“具有强烈的内部人控制的演进趋势”（evolutionary tendency towards insider control），这个特征在中国的上市公司里表现的尤为突出。鉴于中国资本市场建立时间较短，上市公司的股权结构比较类似于股权相对集中的亚洲公司，但也具有自己的特殊性，表现为始于90年代的部分私有化过程（partial privatization）^③中形成的国家股、国有法人股、境内社会法人股、外资股、流通A股等多种类型股份并存，以及众多上市公司中国有股“一股独大”等现象，同时大股东与企业经营人员之间关系“亲密”等显著特点。

那么，这两类代理问题在我国特定股权结构下有何差别呢？不同类型的控股股东有没有起到对其高管人员的监督激励作用从而缓解管理者与股东之间的代理冲突、降低第一类代理成本呢？国内的相关研究发现政府控股的公司里的高级管理人员如董事长、总经理等主要由政府直接委派或者间接通过其控股集团母公

^① 参见 Berglöf 和 Pajuste, 2003, Emerging owners, eclipsing markets? Corporate governance in central and eastern Europe, working paper, Stockholm School of Economics.

^② 参见 Villalonga 和 Amit, 2006, How do family ownership, control and management affect firm value?, *Journal of Financial Economics* 80, 第 388 页。

^③ 转轨国家在对国有企业进行私有化时所实施的战略措施大不相同，例如匈牙利很早就开始进行私有化，它采取了把企业逐个出售的方式；而捷克则选择了大规模的“认股权证式私有化”（a mass voucher privatization scheme）；波兰在实施私有化战略时速度缓慢，但在这一过程中有许多公司通过管理层收购和清算的方式自行实现了私有化。保加利亚则实行的是政府将控制性的股权拍卖给大量有意向的潜在投资者，而且在同一家公司里由于多次拍卖不同比例的股份，则出价也不尽相同，参见 Atanasov（2000）的详细描述。

司任命等，如陈冬华（2005）指出他们的薪酬虽然受到一定的管制^①，但是其它形式的非现金利益可能较大，如社会地位，住房津贴，自由使用公司车子，豪华的旅行餐饮与住宿补贴，还有公费出国旅游等等。他们通过追求个人高收入，职务高消费来侵蚀投资者和公司的利益，第一类代理问题的表现明显。另外，由于中国的投资者法律保护体制建立比较晚，对投资者的法律保护也比较差，公司内真正掌握控制权的是公司的控股股东，他们与公司的经营层往往重合或共谋（collusion），共同构成公司的内部控制人，极易出现为追求私利而以中小股东利益受损为代价的各种剥夺行为，因而控股股东与外部小股东的代理问题可能比较严重。近年频频发现上市公司非法为母公司提供债务担保、转移倾吞国有资产以及不当关联方交易等现象为此提供了佐证。这都表现为国有和国有法人控股的上市公司里控股股东与小股东间的第二类代理问题，而且管理层与股东的代理成本与大股东的掠夺行为往往合二为一，造成公司价值进一步下跌。而家族控股的上市公司里的董事长、总经理虽然通常也由处于控制地位的家族成员担任，或者由控股股东派出的代表担任，但是这些高管人员由于自己拥有较多的股权，管理层任意挥霍的问题可能弱化，而大股东与小股东的代理问题反而有可能更突出，如苏启林(2004)发现，家族控制公司里金字塔式控股及控制权与现金流权的偏离加剧代理成本证实了这一点。基于以上，本文试着从股权性质、控股股东对高级管理人员的控制影响等因素来探讨控制股东对这两类代理问题是否有所影响，在不同的所有权性质下又存在怎样的差别呢？

二、研究思路与框架

本文主要研究中国上市公司控股股东对管理者与外部股东间和大股东与小股东间两类代理成本的影响，具体来说，我们要回答以下问题：控股股东的代理问题在中国上市公司是否存在？如果存在，这种代理问题表现在哪些方面？这两类代理问题哪个对股东价值损害更大呢？政府与家族控股公司里这两类代理问题有所差别呢？控股股东与高管的关系如何影响这两类代理成本呢？

后文的结构安排如下：第二部分为文献回顾，包括三小节。首先回顾了代理

^① 政府对经理人收入水平一直实施严格的管制，主要的管制手段是将经理人收入与企业职工工资水平挂钩，如1988年《全民所有制工业企业承包经营责任制暂行条例》和1992年《关于改进完善全民所有制企业经营者收入分配办法的意见》。

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库